

社会资本、多元化战略与公司业绩

——基于企业家嵌入性网络的分析视角*

○ 游家兴 邹雨菲

摘要 本文以我国2005-2010年民营上市公司为样本,基于企业家嵌入性网络的视角对社会资本、多元化战略与公司业绩之间关系展开分析。实证结果表明,企业家社会资本不仅对公司多元化经营战略有积极推动作用,而且这种作用在法律制度建设较为薄弱的地区会更加突显。进一步研究表明,尽管多元化经营会损害企业绩效,但企业家社会资本会促使公司能力与多元化战略更加协同,能够显著减少多元化折价程度。本文在社会资本理论框架下对公司多元化现象展开讨论,不仅回答了企业家社会资本是否会对公司多元化产生影响的问题,而且回答了企业家社会资本是否作用于多元化与公司绩效二者关系的问题,丰富了多元化的相关研究。同时,本研究对于我们认识非正式制度在我国民营企业成长道路上的积极作用有着重要的启示。

关键词 企业家社会资本;多元化战略;公司业绩

* 本文受国家自然科学基金项目(71232005、71472161)资助

引言

已有研究表明,许多潜在收益是公司实施多元化战略不可忽视的诱因,如获取市场竞争优势、发挥财务协同效应、建立内部资本市场、优化资源配置、实现规模效应或范围经济等。^[1-4]并且,随着研究的不断进展,学者们发现管理者的机会主义行为和过度自信心理也有可能成为公司多元化扩张的重要动因。^[5,6]然而,不可否认的是,公司多元化战略离不开自身所拥有的资源和能力,它们在很大程度上决定了多元化道路能否走以及如何走下去的结果。首先,多元化经营跨越多个行业、部门和市场,无论是资金投入、技术研发还是人才储备,在规模和难度上都基于专业化生产。因此,结合资源依

赖理论,^[2,7]多元化能否顺利实施很大程度上依赖于公司所拥有的资源和能力;其次,根据能力匹配理论,^[8]多元化经营实际上是一个目标搜寻与能力匹配的动态过程,只有当企业跨业经营的业务与其拥有的组织能力(包括企业在成长中所积累的核心知识)相匹配时,多元化经营才有助于实现企业价值最大化。

对于任何一个企业而言,企业家社会资本已成为组织竞争性优势的一个重要来源。所谓社会资本是指蕴含在关系网络之中,表现为通过关系网络借用资源的能力,是现实的或潜在的资源集合体,是继物质资本、人力资本、文化资本之外的另一项重要资本。^[9-12]社会资本有助于企业家拓宽资源获取渠道、提升企业竞争能力,进而对企业发展起到积极的推动作用。^[13,14]在现实中,我国民营企业的成长道路并非坦途,社会资本对于民营经济的发展有着更为特殊的意义,主要表现在以下两个方面:首先,在我国经济兼具新兴与转轨双重特征的制度背景下,由于制度建设较为薄弱、市场机制尚未完全建立等诸多原因,政府行为仍陷于以往的行政干预惯性中,所提供的公共产品又不能完全保证契约的顺利签订和如实履行,推高了包括民营企业在内的经济主体交易费用;其次,民营企业由于发展历史短暂,不仅要面对资金、技术等要素壁垒,而且容易遭遇所有制歧视导致的政策壁垒。^[15-17]因此,当无法通过正式市场机制获得公平待遇和必要资源时,民营企业家会转向倚重于非正式的制度安排,这其中就包括寓于企业家网络关系中的社会资本。^[18,19]

那么,在这种现实背景下,民营企业家社会资本的积聚是否会对公司多元化经营起到重要的推动作用呢?并且,在法律制度建设较为薄弱的地区,企业家社会资本是否会进一步发挥对正式规则的替代作用,对公司多元化路径选择产生更为显著的影响?进一步看,企业家社会资本是企业保持创新精神和核心竞争能力的重要源

战略管理

泉。在现代经济中,企业创新更多借助动态生产关系或合作网络实现,需要良好的资源和知识共享,而社会资本创造了这种可能。并且,企业需要通过整合、获取或再配置内外部各种技术、能力和功能,以适应不断变化的外部环境,由此建立自身的核心竞争能力,而这也离不开企业所积累的社会资本存量。因此,随着企业家累积的社会资本越来越丰富,它会不会使公司能力与多元化经营更加匹配,在多元化与公司业绩二者关系上起到正向的提升作用?显然,上述这些问题对于民营企业多元化扩张乃至可持续发展极为重要,对于民营企业投资社会资本、维护企业与社会之间的和谐关系也具有积极的现实意义。同时,对于这些问题的解答也有助于企业多元化理论的完善与发展。但是,现有文献尚存在如下不足:第一,许多研究忽视了企业经济行为的社会嵌入性,没有认识到非正式制度(如关系、合作、信任等)对企业经营决策与活动的重要影响作用。^[20]因此,从社会资本嵌入性理论出发,探讨企业家社会资本在公司多元化经营中的作用将能够拓展目前的研究视野;第二,现有文献常常把多元化的成因与后果分开讨论,忽视了两者之间难以割裂的承启关系。事实上,作为公司重要的发展战略,多元化会对公司经营绩效产生十分深远的影响,这也是多元化经营在学术界始终得到关注的一个主要原因。因此,我们在关注社会资本对多元化战略直接影响的同时,也要注意在多元化战略与公司业绩二者关系上,社会资本将起到什么样的作用。通过这样的研究,我们不仅能够了解企业家社会资本与公司多元化战略基本问题上展开更加深入的分析,而且也可以从社会资本的视角对公司多元化战略与企业经营绩效关系问题做出一个新的回答。

本文基于企业家嵌入性网络的分析视角,探讨社会资本对公司多元化战略及其公司业绩的影响。本文以我国2005-2010年民营上市公司为样本的实证研究表明,企业家所拥有的社会资本对公司多元化经营战略有十分重要的推动作用。并且,在对公司多元化的影响上,非正式的企业家社会资本与正式的法律保护机制呈现明显的替代效应。在法律制度环境建设较为薄弱的地区,企业家社会资本对公司多元化经营的影响更加显著。进一步研究还发现,尽管多元化经营会损害企业绩效,但企业家社会资本会促使公司能力与多元化业务更加匹配,从而减少了多元化的折价程度。

本文的贡献在于以下三个方面:首先,越来越多的学者认识到社会资本是企业发展的重要因素。^[21-24]在与本文研究主题较为相近的两篇文献中,巫景飞等^[21]探讨了高层管理者政治网络与企业多元化战略二者之间

的关系;孙俊华等^[22]则以中国制造业上市公司为样本,对企业家社会资本与公司绩效关系展开分析。然而,与上述两篇文献不同的是,本文不仅考察企业家社会资本是否会对公司多元化经营产生影响,还进一步考察它是否作用于多元化经营与公司绩效之间的关系,即社会资本对多元化战略与公司业绩之间关系的调节作用,从而更加全面地审视社会资本的经济功效。其次,尽管“社会资本”已成为研究者解释经济现象的一个重要起点,但与之相关的文献庞杂繁多,表述不尽相同,给社会资本的测量带来一定困难。本文从社会资本微观层次的定义出发,将其视为社会网络资源,依此构建了包括社会结构、社会地位、社会声誉在内多维度的企业家社会资本评价指标体系,不仅可以对企业家社会资本做较为全面的评判,而且有助于我们更细致地考察社会资本综合指数及其各个维度在其中所起的作用,这也是本文与上述两份研究的另一个不同之处。再次,本文从企业家社会资本的角度探索民营企业成长道路的动力源泉,可以帮助我们认识在正式规则还不健全的环境下,非正式制度在我国民营企业成长过程中的重要作用。

一、文献回顾与假设提出

以Penrose^[7]为代表的早期文献强调了多元化的资源基础观点,认为多元化的实施依附于企业现有的能力与资源。这种观点实际上与管理学的企业能力理论一脉相承。企业能力理论认为,企业本质上是其所拥有的各种资源和能力的集合体,它为公司的多元化经营提供了现实的可能性。一方面,随着企业不断成长,资源和能力的逐渐积累为企业多元化经营创造了必要的条件;^[2]另一方面,这些积淀的资源和能力往往是独一无二、不可复制的,高额的市场交易成本使得它们无法通过契约方式在市场上出售或出租。通过多元化战略将这些专用性资产内部化,使之能够在企业内顺利转移和使用则成为了许多公司的优选选择。^[1,21,25]

较近时期的研究也强调了企业资源和能力在公司多元化战略实施中所扮演的重要角色。例如,Matsuaska^[8]的理论模型表明,公司多元化扩张实质上是一个搜寻与企业能力相匹配业务的动态过程。当企业能力与现有业务出现脱节时,企业有动机通过实施多元化战略来寻找新的业务增长点,进一步提升公司的价值。Maksimovic等^[26]所建立的新古典企业投资理论模型同样认为,在理想状态下,企业经营单元的最优数量取决于比较优势,而企业能力是衡量企业比较优势的一个重要指标。并且,许多学者也指出公司在进行多元化经营时需要借助额外的资源,例如聘请外部经理进行专业化管理,^[27]增加

负债以满足多元化扩张对资金的依赖。^[28]虽然上述文献都将企业能力和资源视为公司实施多元化战略的重要条件,但是它们大多只是从理论上做了探索性阐述,缺乏经验证据。并且,这些研究都潜在地将企业能力与自然禀赋、人力资源等同起来。即便在 Matsuoka^[8]的研究中,所强调的管理层能力也仅限于人力资本,他们都忽视了以另一种形式存在的资本——社会资本。简而言之,社会资本蕴含在关系网络之中,有助于降低信息搜寻成本,提高组织的整体行动效率,扮演着积聚企业竞争优势的战略性资源角色。^[29]此外,社会资本是企业保持良好的创新精神和持续的核心能力的源泉。^[30]在现实经济中,企业的经营决策与活动总是嵌入于社会结构中,所受的影响不仅潜移默化而且极其深刻。^[20]因此,运用社会资本“嵌入性”理论分析非经济制度因素和非正式制度因素对公司多元化战略实施的重要影响,有助于我们更加全面地认识公司多元化战略的实施动因与经济后果。

结合资源依赖理论,当组织或个人社会资本越丰富时,企业获取资源的渠道越便利,企业能力也会得到进一步提升,从而更有利于公司实施多元化战略。与此同时,由于社会资本内嵌于企业组织或个人之中,它是异质的、专有的、独特的,很难在公开市场上交易。为了最大化社会资本价值,优化企业的资源配置效率,尽可能使企业发展与企业能力相匹配,多元化战略将成为公司发展的重要议程。从这个意义上说,社会资本的不断积聚在提升公司能力的同时,也为公司多元化战略的实施提供了内在动力。

回到我国民营企业的现实,民营企业的多元化扩张道路可谓曲折,不仅存在资本、技术等要素方面的限制,还要面对所有制歧视引发的政策壁垒。^[31]并且,在我国经济转轨过程中,正式制度的变迁具有较大的不确定性,使得非正式社会关系网络有了更大的作用空间,在一定程度上决定了民营企业获取市场机会和资源能力的大小。^[32,33]已有研究发现,企业家聚积的社会资本会帮助公司获取有利的社会资源,如获得政府财政补贴、降低政府管制行业进入门槛、拓宽银行融资渠道等等。^[34,35]因此,积聚丰富社会资本的民营企业家通过多元化扩张战略可以对企业的资源和能力作重新配置,为企业发展寻求新的增长机会。由此,本文提出了第一个研究假设:

假设 1: 民营企业家社会资本越丰富,公司多元化程度越高

需要指出的是,我国民营企业成长环境的另一个显著特征是法律制度对民营企业产权保护还不充分。首先,我国资本市场和金融体系的建立往往是以保护国有企业为初衷,不可避免地非国有企业存在普遍的歧视,使

得民营企业的法律保护面临着较为严峻的处境;其次,法律保护不力的另一表现是,政府在转轨经济中往往以“弱治理、强干预”的角色出现,政府官员常常对民营经济施加不必要干预,简单地以行政指令代替市场机制,反而干扰了民营企业的正常发展。然而,形成鲜明对比的是民营经济的成长却超越了受法律保护更好的国有经济,即 Allen 等^[18]提出的著名的“中国之谜”。对此,Allen 等^[18]强调在中国这样一个法律保护较差的国家,声誉和关系是重要的替代机制,它们弥补了正式法律制度的不足,推动了民营经济的异军突起。而声誉和关系正是社会资本理论概念最基本的构成要素。Guiso 等^[36]、Young 等^[37]也指出,在法律制度不健全的国家或地区,社会资本将进一步发挥积极的替代作用。

尽管我国各地区处于统一的制度规范下,但作为国家法律规章实际执行者,地方政府在职能效率上呈现出较大差异,各地的法律制度建设进程有快有慢,这些使得不同地区的上市公司所受到的法律保护水平是不一样的。可以预见,在法律制度建设较为薄弱的地区,为了获得正式制度中得不到的支持与保护,民营企业家更愿意花费精力和成本来构建社会关系网络,从而进一步强化了非正式制度对正式制度的替代机制。具体而言,一方面,当法律保护机制还未完善时,企业有动机构建有效的内部市场来弥补外部市场的不健全,^[3,38,39]这也推动了民营企业利用社会资本进行多元化扩张的倾向;另一方面,由于社会资本能够部分替代正式法律制度为企业尤其是民营企业提供产权保护,帮助它们获得行业进入许可或者降低行业进入壁垒,这些稀缺资源的获得也为企业进行多元化扩张提供了强有力的支持和激励。因此,在法律建设较为薄弱的地区,民营企业家社会资本对公司多元化路径选择的影响会更加显著。由此,本文提出第二个研究假设:

假设 2: 企业家社会资本与法律制度环境存在替代关系,即在法律制度环境建设较为薄弱的地区,民营企业家社会资本对公司多元化程度的影响更加显著

如果多元化经营是公司借助企业家社会资本而实施的一项战略,那么这样的扩张对企业绩效而言是诅咒还是福祉?这是值得我们深入探讨的另一个重要问题。以 Lang 等^[40]、Berger 等^[41]为代表的实证文献发现,在美国等发达市场,多元化公司的股票相对于由多个专业化公司所组成的股票组合,会以一个相对较低的价格进行交易,即所谓的“多元化折价”现象。与此相反,以 Khanna 等^[3,38]、Fauver 等^[39]为代表的研究却指出,多元化投资是企业对所处制度环境一种适应性战略安排。具体而言,在新兴经济体,由于缺乏支持市场经济所需的

战略管理

基础性制度，企业会选择多元化经营方式来构建内部资本市场，以此优化企业内部资源配置和提升企业价值。此外，Graham等、^[42]Villalonga等^[43]学者利用自选择模型、匹配等方法克服内生性问题后，发现多元化不但不会导致折价，甚至还会产生溢价。我国学者对多元化经营绩效的研究也未能取得一致的结论。姚俊等、^[44]张翼等、^[45]洪道麟等^[46]学者证实了中国同样存在多元化折价现象，而Li等、^[47]苏冬蔚^[48]却发现，多元化战略会积极提升公司的经营业绩和市值。李捷瑜等^[49]则指出，在中国股票市场资源配置缺乏效率的情况下，多元化经营是把双刃剑，在提高公司市值的同时，也极大损害了公司的生产效率。

时至今日，围绕多元化而展开的研究仍不断涌现，争论还在继续。我们认为，从社会资本嵌入性理论视角出发，考察企业家社会资本在其中所扮演的角色，可以为上述争论提供新的实证数据。更为重要的是，这对我们厘清多元化对企业绩效的作用机制提供了一个新的研究思路。依据前述的资源依赖理论，公司多元化战略的实施是以企业已有的资源为重要前提。由于多元化经营要求企业同时涉足多个行业或多种产品，经营环境的复杂性也随之大幅提高。特别是进入陌生行业后，不仅原有的核心资源会被稀释，而且新的资源需要也在不断增加，这将更加突显企业家社会资本的重要性。企业一旦脱离所能承受的范围盲目扩张，其结果不过是空中楼阁，大厦将倾也在意料之中。同时，管理学中企业能力匹配理论也为多元化成败提供了另一个很好的解释。在它们看来，多元化成败很大程度上取决于这种发展战略能否协同于公司资源或能力。当公司多元化经营不能与企业能力相匹配时，超常规的扩张战略将最终损害到公司的价值。^①因此，作为企业保持核心能力的重要源泉，^[29]企业家社会资本在企业获取和动员战略性资源上将起到十分重要的作用，促使公司资源或能力与多元化经营更加匹配。从Matsuoka^[8]所建立的“搜寻—匹配”的动态模型出发，多元化战略选择实质上是企业在搜寻与其能力相匹配的机会，而企业家的社会资本则为这种战略选择提供了前提和基础，在很大程度上避免了企业在扩张过程中因资源有限而陷入困境，从而在多元化与公司业绩二者关系上起到正向的提升作用。现实中，许多企业的多元化扩张之路也为我们提供了丰富的旁证。这其中有多元化经营的成功典范，如海尔、春兰、方正等，但也不乏一些失败的案例，如巨人、澳柯玛、轻骑、实达等。在这些失败案例中，一个普遍的原因在于它们的多元化扩张超出公司资源或能力的承载范围，不仅无助于企业的成长，反而将其拉入长期亏损甚至走向破产的

泥沼。据此，我们提出本文的第三个假设：

假设3：企业家社会资本越丰富，多元化程度与公司业绩之间的负向（或正向）关系会被削弱（或加强）

二、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取2005-2010年在沪深A股市场上市的民营企业为研究对象。为了确认民营企业身份并收集社会资本各项指标数据，我们在CSMAR数据库所提供的高管个人信息基础上，借助百度和谷歌两个搜索引擎对相关信息进行查找和补充。样本筛选过程具体如下：（1）民营企业身份无法确认的公司；（2）社会资本指标信息无法查清的公司；（3）包括多元化指标在内的关键财务数据缺失的公司。最后我们获得532家民营上市公司6年共计2172个样本数据。除此之外，为了保证研究结论不受极端值的影响，我们对所用到的主要研究变量采用了上下1%的截尾处理。

2. 企业家社会资本指标体系的构建

社会资本的评价与度量是社会资本研究领域中最困难的地方。度量微观层面的个体社会资本^②的方法主要是网络分析法，又可分为定名法（Name Generator）和定位法（Position Generator）两种方法。其中，定名法是让每个受访者提供社会网络关系成员的姓名、个人特征以及这些成员的相互关系等信息，依此对网络中的社会资本情况进行测量。与定名法强调个体所处网络关系不同的是，定位法强调个体所处的网络位置，认为个体所处的位置差异决定了其能从社会网络中获得资源的多少，即社会资本的多少。该方法通过描述个体在社会关系中的结构位置（职业、权威、工作单位、阶级或部门）来对他们的社会资本存量做出评判。尽管定名法和定位法分析侧重点不同，但二者都是从调查个人社会网络的状况入手来衡量微观层次的社会资本。在经验研究中，学者们往往将两者结合起来，不做严格区分。例如，Young等^[37]通过调查CEO所兼任公司的数量、规模、盈利水平、紧密性等指标来度量个人社会资本。

在中国这样一个关系型社会，企业家社会资本的获取渠道是非常多样化的。对于民营企业而言，企业崛起往往印上了企业家鲜明的个人标签，整个企业从社会网络中所汲取资源的丰富程度很大程度上取决于企业家个人所拥有的社会资本存量。因此，在现有文献衡量方法的基础上，我们结合中国的实际情况，通过网络分析法对微观层面的社会资本进行分析，所关注的是企业家通过社会网络动员资源的潜力。^[9-12]为此，我们借鉴游家兴等^[50]的研究思路，构建一套完整的企业家社会资本

评价指标体系,包括社会关系、社会地位、社会声誉3个子类,总共涉及9项子指标。

第一项是社会关系,衡量企业家在社会网络中的横向关系,捕捉的是企业家关系网络的多样性。该子类包含企业家与政府、金融机构、其他企业这三者的关系。对于这3项子指标,如果有,则赋值为1,否则赋值为0;第二项是社会地位,衡量企业家在社会网络中的纵向关系,捕捉的是企业家关系网络的紧密性。该子类包括企业家的政治身份、经济身份、专业身份和其他身份(如是否在非商业协会任领导职务)。对于政治身份、经济身份和其他身份这3项子指标,如果有,则赋值为1,否则赋值为0;对于专业身份,我们进一步分为职称和学历,并分别赋值:职称按初级、中级和高级分别赋值1、2和3;学历按分别大专及以下、本科、硕士和博士分别赋值1、2、3、4。第三项是社会声誉,衡量企业家在社会网络中的声誉机制,捕捉的是企业家在社会中所建立的信任度,包括企业家所获得的荣誉称号(是否获得劳动模范、先进个人、红旗手等称号)和荣誉嘉奖(是否获得政府表彰或嘉奖)。

在我国特有的制度和文化背景下,企业家获得资源的广度和密度直接受到行政隶属关系的影响。因此,我们除了对专业身份单独赋值外,按照行政隶属关系从低到高(区县、地市、省、中央)对各项子指标赋予不同的权重(1、2、3、4),再进行加总,从而建立了企业家社会资本总指数及其各项维度子指数。通过这样的数据收集、分类和汇总,我们基本上能较完整地刻画出企业家的社会关系网络,从而全面衡量他们所拥有的社会资本存量。

3. 公司多元化水平的度量

我们采用学术界广泛应用的赫芬达(Herfindahl)指数来衡量多元化水平。借鉴已有文献的通行做法,^[43,49]我们首先选取公司年度报告中主营业务分行业情况表,计算公司前五大主营业务赫芬达指数,即计算公司分布在前五个行业中的主营业务收入占当年主营业务总收入之比,取其平方之后再加总求和;接着,我们运用下列计算公式将赫芬达指数转为正向指标(Divfic):

$$Divfic_{i,t} = 1 - Herf_{i,t} = 1 - \sum_{j=1}^5 ratio_{i,j,t}^2 \quad (1)$$

其中, $Divfic_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年度的多元化水平。 $Divfic$ 数值越大,表明公司多元化程度越高,当公司单一经营时, $Divfic$ 数值为 0; $Herf_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年度的赫芬达指数; $Ratio_{i,j,t}$ 表示在 t 年度,公司 i 主营业务收入在 j 行业所占的比重。

4. 检验模型

(1) 企业家社会资本、法律制度环境与公司多元化战略

我们采用下列模型检验假设 1 和假设 2 是否成立。由于本文研究对象是多公司跨年份的混合面板数据,我们通过建立固定时期效应的面板回归模型来控制年度的影响。^②具体检验模型设定如下:

$$Divfic_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SC_{i,t} + \alpha_2 SC_{i,t} Law_{j,t} + \sum_{i=1}^7 \alpha_{i+2} CV_{i,t} + (fixed_effects) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Divfic_{i,t}$ 为公司 i 第 t 年的多元化程度;为公司 i 最终控制人第 t 年的社会资本综合指数(SC)。在此基础上,我们进一步考察和比较社会关系(SC1)、社会地位(SC2)和社会声誉(SC3)这3个分项指数对公司多元化经营的影响作用。对于这4个指数,我们在回归时分别加上1后再取其自然对数值。根据假设1,我们预期回归系数 α_1 的符号应为正。为了考察在法律制度环境建设水平不同的地区,企业家社会资本对公司多元化水平的影响是否呈现出差异性,我们在公式(2)中引入社会资本与法律建设的交乘项(SC×Law)。其中, Law为各地区法律制度建设水平,我们采用樊纲等^[51]编制的地区法律环境指数作为代理指标。我们借鉴已有文献的处理方法,选取对生产者合法权益的保护、知识产权保护和消费者权益保护这三项指数,将其加总,构成各地区法律制度环境指数。^③指数数值越大,表明该地区投资者法律保护越完善。我们采用2005-2010年各年年年初数据。在回归时,我们将上述指标分年度按大小排序,赋予其所在位次的百分位秩数。通过处理后, Law数值控制在[0,1]的区间内,消除了观察值分布偏倚造成的影响。根据假设2,我们预期回归系数 α_2 的符号应为负。

此外,我们在上述检验模型引入以下控制变量:①法律制度建设水平(Law)。Khanna等^[3,38] Fauver等^[39]指出,在法律建设较为薄弱的地区,通过多元化战略建立企业内部资本市场可以克服外部资本市场的完备,体现出更高的价值,从而这些地区的公司倾向于实施多元化战略;②公司规模(Size),取公司*i*上年度的资产总额,并通过自然对数进行转化。一般来说,公司规模越大,公司越容易产生剩余的可共享资源,从而为企业多元化提供条件;^[7]③财务杠杆(Lev)和净自由现金流量(Cashflow)。二者反映的是企业的财务弹性,前者采用上年度年末总负债与年末总资产的比值进行计算,后者采用上年度经营活动产生的现金流量净额与年末总资产的比例进行计算。财务杠杆越

战略管理

低, 净自由现金流量越高, 反映出公司财务弹性越好, 意味着公司可支配的资源越多, 公司也就越有能力进行多元化投资; ④成长性 (Growth), 采用上个年度公司主营业务收入的增长率进行计算。成长性较低的企业, 向其他行业转移不仅能够获得新的增长点, 而且机会成本也更低, 因此它们更倾向于实行多元化。^[40] ⑤现金流量权 (Cashright) 和两权分离度 (Divert), 前者为最终控制人当年度的现金流量权, 后者为最终控制人当年度最终控制权与现金流量权的差值。现金流量权越大, 意味着控制人股权集中持有风险越高, 越有动机进行多元化投资以分散风险。^[52] 然而现金流量权越高, 或者两权分离度越低, 也意味着控制人与公司整体利益越一致, 在利益协同效应的作用下, 他们倾向于公司的专业化经营。^[53] ⑥行业哑变量。^④对于新兴行业与成熟行业而言, 发展机会和成长空间都存在明显的不同, 使得公司之间的多元化经营动机也存在差异。^[47]

(2) 企业家社会资本、多元化战略与公司业绩

我们采用下列模型检验假设 3 是否成立, 我们同样通过建立固定时期效应模型来控制年份影响:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Divfic_{i,t} + \beta_2 Divfic_{i,t} SC_{i,t} + \sum_{i=1}^6 \beta_{i+2} CV_{i,t} + (fixed_effects) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $ROA_{i,t}$ 公司 i 第 t 年的资产收益率。我们借鉴张翼等、^[45] 洪道麟等^[46] 的研究思路, 采用资产收益率作为衡量公司业绩的代理变量。 $Divfic_{i,t}$ 为公司 i 第 t 年的多元化水平; $SC_{i,t}$ 为公司 i 最终控制人第 t 年的社会资本总指数 (SC)。为了考察企业家社会资本是否在多元化与公司业绩二者关系上起到正向作用, 我们在公式 (3) 中引入多元化水平与社会资本的交乘项 ($Divfic \times SC$)。根据假设 3, 我们预期回归系数 β_2 的符号应为正。此外, 我们在上述检验模型引入以下控制变量: ①企业家社会资本 (SC), 许多研究表明企业家社会资本在很大程度上影响了公司网络资源动员能力, 从而对公司经营业绩产生重要影响; ^[22,50,54] ②结合许多文献的研究发现, 一些公司特征变量也会对经营业绩产生影响, 因此我们引入规模、财务杠杆、成长性、行业属性这四个变量作为控制变量。这些变量的计算方法同上。

5. 描述性统计分析

表 1 报告了相关变量的描述性统计分析结果。可以看出, 社会资本在不同民营企业之间有着较大的差异, 最高的达到了 22, 最小的仅为 2。从社会关系、社会地位和社会声誉 3 个分项指数来看, 社会地位指数的区间相对较宽, 标准差也相对较大。 $Divfic$ 的最小值和最大值分别为 0 和 0.759, 表明多元化水平在民营公司之

间也呈现出较大的差异。表 2 列示了主要研究变量相关分析结果, 从中可以看出, $Divfic$ 与 SC 显著正相关, 表明企业家社会资本越丰富, 公司越容易进行多元化经营。 ROA 与 $Divfic$ 显著负相关, 表明公司多元化经营会对公司业绩产生消极的影响, 证实了我国民营上市公司同样存在多元化折价现象。此外, 从社会资本各分项指数来看, 社会关系、社会地位与公司多元化程度呈现出较为显著的正相关关系, 而社会声誉公司多元化程度关联度不高, 表明社会资本的不同维度对公司多元化的影响存在差异。

表1 研究变量的描述统计

变量	均值	中值	标准差	最小值	最大值	样本量
Divfic	0.247	0.214	0.253	0	0.759	2172
ROA	0.012	0.025	0.126	-0.710	0.231	2172
SC	9.772	8	5.151	2	22	2172
SC ₁	0.708	0	1.190	0	7	2172
SC ₂	8.010	7	3.934	2	16	2172
SC ₃	1.052	0	1.403	0	4	2172
Size	20.165	20.042	1.026	11.784	27.275	2172
Lev	0.631	0.602	0.468	0.027	4.039	2172
Cashflow	0.075	0.069	0.340	-2.021	1.587	2172
Growth	1.422	1.179	0.993	0.062	7.214	2172
Cashright	0.246	0.231	0.162	0.055	0.879	2172
Divert	0.123	0.101	0.086	0	0.662	2172
Law	19.831	15.133	12.323	4.600	71.040	186

表2 主要研究变量相关关系

	Divfic	ROA	SC	SC ₁	SC ₂	SC ₃
Divfic	1	-0.121***	0.046*	0.062**	0.035	0.002
ROA	-0.094***	1	0.166***	0.004	0.173***	0.153***
SC	0.047**	0.147***	1	0.244***	0.879***	0.566***
SC ₁	0.063***	0.001	0.225***	1	0.009	-0.094***
SC ₂	0.036	0.136***	0.874***	0.031	1	0.446***
SC ₃	0.010	0.102***	0.568***	-0.107***	0.441***	1

注: 对角线之下数据为 Pearson 相关关系; 对角线之上数据为 Spearman 相关系数; 社会资本为取自然对数后的数值; *, **, *** 分别表示在置信度 (双侧) 为 0.10、0.05 和 0.01 时是显著的。下同

三、实证结果与分析

1. 企业家社会资本与公司多元化战略

表 3 报告了企业家社会资本与公司多元化战略的面板数据回归结果。可以看出, 社会资本综合指数 (SC) 的回归系数为 0.018, 在统计上达到了 5% 的显著性水平, 说明了当民营企业家积蓄的社会资本较为富足时, 一方面, 随之而来更丰富的资源为公司多元化经营创造了有利的条件; 另一方面, 民营企业也愿意选择多元化扩张战略, 以保证企业能力得到更为充分的利用, 支持了本文的第一个研究假设。

那么, 这其中哪一种类型的社会资本对公司多元化经营的影响更重要些? 实证结果显示, 社会关系 (SC₁)

的影响作用最为重要(回归参数为 0.023, 达到 1% 的显著性水平), 社会地位 (SC_2) 次之(回归参数为 0.019, 达到 5% 的显著性水平), 而社会声誉 (SC_3) 的影响最小(回归参数为 0.005, 不显著)。如前所述, 社会关系衡量企业家在社会网络中的横向关系, 该维度由 3 个子指标构成, 分别为企业家与政府、金融机构、其他企业的关系, 侧重于反映企业家关系网络的多样性。由于公司的多元化扩张依赖于企业所拥有的能力和资源, 而企业家关系网络的多样性恰好有助于企业家获取和动员跨行业经营所需的各项资源, 如知识、技术、资金等, 因此, 我们不难理解为什么社会关系在对公司多元化战略实施的影响上居于首位。

表3 企业家社会资本与公司多元化水平

	模型1	模型2	模型3	模型4
	SC	SC ₁	SC ₂	SC ₃
常数项	-0.381*** (-3.92)	-0.379*** (-3.91)	-0.378*** (-3.93)	-0.383*** (-3.86)
SC	0.018*** (2.07)	0.023*** (2.64)	0.019*** (1.97)	0.005 (0.34)
Law	0.035* (1.88)	0.039** (1.99)	0.034* (1.72)	0.031* (1.73)
Size	0.040*** (5.78)	0.042*** (5.69)	0.041*** (5.79)	0.040*** (5.83)
Lev	0.044*** (2.89)	0.046*** (2.78)	0.045*** (2.79)	0.046*** (2.77)
Cashflow	0.621 (0.26)	0.631 (0.30)	0.624 (0.29)	0.625 (0.34)
Growth	-0.021** (-2.37)	-0.022** (-2.33)	-0.020** (-2.30)	-0.022** (-2.35)
Cashright	-0.208*** (-4.96)	-0.214*** (-5.03)	-0.207*** (-5.05)	-0.193*** (-4.93)
Divert	0.026 (0.75)	0.024 (0.73)	0.021 (0.85)	0.025 (0.77)
时间效应	控制	控制	控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.095	0.094	0.096	0.093
样本量	2172	2172	2172	2172

注: 括号内数字采用怀特(White)方法修正异方差后得到的t统计量。下同

2. 企业家社会资本、法律制度环境与公司多元化战略

表 4 进一步考察在投资者法律保护水平不同的情况下, 企业家社会资本对公司多元化水平的影响作用, 其中模型 1 至模型 4 的 SC 依次为企业家社会资本综合指数以及社会关系、社会地位、社会声誉 3 个分项指数。从模型 1 回归结果可以看出, SC 和 SC×Law 的回归参数值分别为 0.071 和 -0.096, 都达到了 5% 以上的显著性水平。上述结果说明, 在对公司多元化战略实施的影响上, 投资者法律保护与企业家社会资本呈现出非常明显的替代机制。具体而言, 当投资者法律保护不尽完善时, 民营企业企业家会更加依赖于非正式的社会网络关系, 使得在法律制度环境建设较为薄弱的地区, 企业家社会资本对公司多元化经营产生更大的影响, 支持了本文的研究假设 2。另外, 从社会资本分项指数来看, 社会关

系和社会地位的替代作用比较显著, 而社会声誉的替代作用则不显著。

从控制变量的回归结果可以发现, Law、Size 和 Lev 的参数估计值显著为正, 说明公司所处的地区法律制度环境越完善, 公司规模越大, 财务杠杆比率越高, 民营企业越倾向于多元化经营; Growth 和 Cashright 的参数估计值显著为负, 说明公司成长性越好, 最终控制人现金流量权越大, 越专注于专业化生产; Cashflow 和 Divert 的参数估计值都不显著, 说明公司的净自由现金流量和两权分离状况对其多元化决策的影响相对比较微弱。

表4 企业家社会资本、法律制度环境与公司多元化战略

	模型1	模型2	模型3	模型4
	SC	SC ₁	SC ₂	SC ₃
常数项	-0.557*** (-4.67)	-0.566*** (-4.73)	-0.569*** (-4.75)	-0.553*** (-4.62)
SC	0.071*** (2.65)	0.066** (2.08)	0.058** (2.49)	0.015 (0.72)
SC×Law	-0.096** (-2.12)	-0.077* (-1.93)	-0.092** (-2.14)	-0.014 (-0.37)
Law	0.178* (1.80)	0.170** (2.11)	0.183* (1.72)	0.178* (1.80)
Size	0.039*** (5.56)	0.040*** (5.56)	0.042*** (5.54)	0.041*** (5.50)
Lev	0.040*** (2.77)	0.044*** (2.76)	0.041*** (2.76)	0.040*** (2.74)
Cashflow	0.625 (0.33)	0.616 (0.37)	0.621 (0.34)	0.622 (0.37)
Growth	-0.032** (-2.08)	-0.033** (-2.12)	-0.031** (-2.07)	-0.033** (-2.01)
Cashright	-0.217*** (-5.22)	-0.222*** (-5.17)	-0.224*** (-5.23)	-0.205*** (-5.18)
Divert	0.045 (0.82)	0.043 (0.80)	0.042 (0.81)	0.042 (0.80)
时间效应	控制	控制	控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.095	0.096	0.097	0.094
样本量	2172	2172	2172	2172

3. 企业家社会资本、多元化战略与公司业绩

表 5 报告了企业家社会资本、多元化战略与公司业绩的面板数据回归结果。Divfic 的回归参数值为 -0.031, 显著性水平为 5%, 说明公司多元化经营对公司业绩产生明显的消极影响, 与姚俊等、^[44] 张翼等、^[45] 洪道麟等^[46] 的研究发现相一致。而 Divfic×SC 的回归参数值为 0.065, 达到了 1% 的显著性水平, 说明随着企业家社会资本的不断积蓄, 公司从社会网络中所能汲取的资源越来越丰富, 公司能力也会相应得以提升, 从而使得公司多元化战略的实施与公司能力更加匹配, 抑制了多元化扩张对公司业绩的消极作用, 支持了本文的研究假设 3。

战略管理

表5 企业家社会资本、多元化与公司业绩

	面板回归结果		两阶段面板回归结果	
常数项	-0.082 (-1.23)	-0.090 (-1.34)	-0.274*** (-3.59)	-0.285*** (-3.62)
Divfic	-0.031** (-1.99)	-0.142*** (-3.10)	-0.616*** (-4.72)	-0.824*** (-4.93)
Divfic×SC		0.065*** (2.81)		0.123** (2.04)
SC	0.038*** (4.96)	0.014* (1.81)	0.036*** (5.47)	0.017 (1.54)
Size	0.012 (1.09)	0.012 (1.10)	0.036*** (3.58)	0.037*** (3.58)
Lev	-0.102 (-1.50)	-0.101 (-1.51)	-0.235** (-2.32)	-0.234** (-2.31)
Growth	0.048*** (5.65)	0.047*** (5.66)	0.023 (1.08)	0.023 (1.08)
时间效应	控制	控制	控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制
调整后的R ²	0.081	0.082	0.096	0.097
样本量	2172	2172	2172	2172

需要指出的是，由于业绩较差的企业往往试图在其他行业寻找新的增长点以摆脱困境，因而更容易实行多元化。^[40]因此，在对多元化经营是否影响公司业绩进行检验时，容易面临内生性问题，使得采用普通最小二乘法的估计结果产生偏差。^[42,55]因此，我们借鉴 Campa 等^[55]洪道麟等^[46]的研究思路，把多元化作为企业的内生变量，采用两阶段回归法对多元化与企业绩效的关系进行重新估计。其步骤如下：在第一阶段，我们对多元化影响因素的回归模型（即检验模型1）进行回归，获得多元化水平（Divfic）的拟合值（Divfic_p）；在第二阶段，我们以拟合值 Divfic_p 代替实际值，对检验模型2 重新进行回归。如表6所示，Divfic_p 的回归参数值由原先的 -0.031 下降到了 -0.616，显著性水平也上升到1%，表明在控制内生性因素之后，多元化对公司业绩的消极作用表现得更加明显。^⑤ Divfic_p × SC 的回归参数值则由原先的 0.065 上升到 0.123，显著性水平达到了5%，说明企业家社会资本确实有助于改善多元化战略与公司业绩之间的负向关系，再次支持研究假设3。

从控制变量的回归结果可以发现，企业家社会资本、公司规模、公司成长性对公司业绩具有积极的改善作用，而财务杠杆则对公司业绩具有消极的抑制作用，与已有文献的理论预期基本一致。

4. 稳健性检验

为确保以上研究结论的可靠性，本文又进行了多个稳健性检验。首先，如何衡量公司多元化水平是本文实证研究的关键之一。上市公司财务报告附注还提供了公司主营业务收入的产品构成。因此，在本文的第一个稳健性检验中，我们采用产品构成重新计算公司多元化水平，再次对本文的研究假设进行检验。其次，考虑到会计指标容易受公司盈余管理、利润操纵等方面的影响，

不能完全反映公司真实的经营状况，我们采用基于市场表现的代理变量（托宾 Q）来评价公司业绩，并重新进行检验。^⑥其中，托宾 Q = (股价 × 流通股股数 + 每股净资产 × 非流通股股数 + 总负债) / 总资产的账面价值。再次，在前文的回归分析中，我们按照行政隶属关系对社会资本各个指标进行加权处理。这里，我们采用简单加总后的数值重新进行检验。实证结果表明上述三个稳健性检验结果保持一致。为了节约篇幅，我们仅在表6中报告前两个稳健性检验结果。

表6 稳健性检验结果

	Panel A		Panel B		
	模型1	模型2	模型3	模型4	
常数项	-0.327** (-2.18)	-0.392*** (-2.74)	常数项	6.546*** (13.87)	6.719*** (14.01)
SC	0.050*** (2.89)	0.139*** (3.24)	Divfic	-0.342*** (-2.73)	-1.228** (-2.42)
SC×Law		-0.098** (-2.01)	Divfic×SC		0.523** (2.05)
Law	0.155*** (4.52)	0.386*** (3.46)	SC	0.125** (2.44)	0.084* (1.67)
Size	0.036*** (4.00)	0.035*** (4.08)	Size	0.028*** (3.23)	0.029*** (3.24)
Lev	0.011 (1.57)	0.012 (1.56)	Lev	-0.253** (-2.19)	-0.251** (-2.20)
Cashflow	0.031 (0.94)	0.031 (0.92)	Growth	0.011 (0.97)	0.011 (0.98)
Growth	-0.023*** (-2.64)	-0.022*** (-2.60)			
Cashright	-0.097* (-1.80)	-0.102* (-1.86)			
Divert	0.040 (0.37)	0.045 (-0.36)			
时间效应	控制	控制	时间效应	控制	控制
行业哑变量	控制	控制	行业哑变量	控制	控制
调整后的R ²	0.132	0.136	调整后的R ²	0.158	0.160
样本量	1998	1998	样本量	2172	2172

注：在 Panel A 中，被解释变量为公司产品构成的多元化水平。由于部分公司没有报告主营业务收入的产品构成，使得纳入回归的样本量减少至 1998 个；在 Panel B 中，被解释变量为托宾 Q

四、结论与讨论

传统的多元化理论表明，公司的能力和资源制约了其在多元化战略上的选择。公司能力越强，资源越丰富，越有助于企业顺利实施多元化战略。而对于任何一个企业而言，除了物质资本、人力资本外，企业家社会资本已成为企业竞争性优势的一个重要来源，它不仅拓宽了企业资源获取渠道，而且也会积极提升企业能力，对企业发展起到重要的反哺作用。回到我国民营企业发展的现实环境，往往面临着政府歧视、资源相对匮乏、产权保护不力等多重约束，这时候，蕴含在关系网络之中、表现为社会资源动用能力的企业家社会资本就彰显出其独有的意义和价值，从而对公司多元化战略产生十分重要的影响作用。

基于上述分析,本文以我国2005-2010年的民营上市公司为研究样本,通过构建企业家社会资本综合指数展开实证研究。实证结果表明,民营企业所拥有的社会资本对公司多元化经营战略发挥着积极的作用。并且,在对公司多元化的影响上,企业家社会资本与法律保护机制呈现明显的替代效应。在法律制度建设较为薄弱的地区,企业家社会资本对公司多元化经营的影响更加显著。进一步的研究还发现,尽管多元化经营会损害企业绩效,但企业家社会资本会促使公司能力与多元化战略更加协同,能够显著减少多元化对公司业绩的消极影响。这些发现支持了Allen等^[18]的观点,即包括企业家社会资本在内的非正式规则是替代法律保护、促进民营企业发展的一种重要机制。

需要特别提出的是,综合本文的实证结果,虽然在社会资本较高的企业中,多元化水平与经营业绩的负向关系会弱一些,但还是负向的,这意味着多元化战略总体上会损害民营企业价值。既然如此,为什么民营企业家还要利用社会资本来扩大多元化经营?结合中国的情境,我们认为有以下三种可能的解释:

第一,我国民营企业发展历程较短,“人治”是公司治理的显著特征之一。民营企业的成功往往带有企业家非常强烈的人格魅力和身份标签,这也使得民营企业家很容易产生过度自信,认为过去的成功经验同样可以复制在其他行业,低估了多元化可能面临的困难。当手中累积一定社会资本时,民营企业家很容易借此多元扩张,四面出击,反而陷入了多元化折价陷阱;

第二,在我国这种特别强调关系资源的国家中,民营企业规模越大,对当地经济发展和就业安排的贡献越大,越容易获取关系资源,从而也更容易与当地形成利益共同体,在政府中拥有较大话语权。为了迎合地方政府发展的需要,或出于维持与政府或银行良好关系的考虑,一些民营企业家在制定企业发展战略时经常失去理性,利用手中的资源盲目进行多元化扩张。

第三,我国经济持续多年的高速发展既给民营企业家带来了难得的机遇,也带来了巨大的挑战。与国有企业截然不同,在优胜劣汰、弱肉强食的现代经济中,民营企业既没有天然的屏障抵御外部的冲击,也没有免费的“缓冲垫”在其受冲击时给予有力援助,使得民营企业家有着更为强烈的忧患意识。这也迫使民营企业家会尽可能利用手中社会资本去捕捉潜在的投资机会,从而常常表现出跨产品、跨行业或跨地区的多元化投资冲动。

当然,本文研究也存在若干局限性。第一,目前学术界对社会资本的定义尚存分歧,不同学者对其概念的

内涵和外延有着各自的解读,这也给社会资本的度量带来很大困难。因此,本文只是从目前学术界达成较高共识的定义出发,建立企业家社会资本评价指标体系,并采用相关代理变量进行间接的度量。第二,本文根据行政隶属关系(中央、省、地市、区县)对各项子指标分别赋予不同的权重,再进行加权加总获得社会资本总指数。但这种赋值方法有可能错误评估了企业家实际拥有的社会资本。这是因为:在中国的情境下,尽管中央政府的科员在行政隶属关系(本文设置权重为4)上要高于地方担任要职官员(如市长,本文设置权重为2),但显然前者的社会地位要逊于后者。^⑦第三,根据林南^[10]的研究,社会资本不仅蕴含于个人的社会关系网络之间,也内嵌于组织内部之中,因此,关于社会资本的度量可以从个体层次和集体层次分别进行。而本文只是考察企业家的个人社会资本对企业经济行为的影响,并未将企业层面的社会资本考虑进来,存在一定的片面性。我们希望借助社会资本理论不断发展,能在今后的研究中进一步解决社会资本评价指标体系的构建问题。

参考文献

- [1] Williamson, O. E.. Markets and Hierarchies: Some Elementary Consideration. *American Economic Review*, 1973, 63(2): 316-325.
- [2] Teece, D. J.. Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1982, 3(1): 39-63.
- [3] Khanna, T., Palepu, K.. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *Journal of Finance*, 2000, 55(2): 867-891.
- [4] Duchin, R.. Cash Holding and Corporate Diversification. *Journal of Finance*, 2010, 65(3): 955-992.
- [5] Denis, D. J., Denis, D. K., Sarin, A.. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *Journal of Finance*, 1997, 52(1): 135-160.
- [6] Malmendier, U., Tate, G.. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [7] Penrose, E. T.. *The Theory of the Growth of the Firm* (3rd edition), Oxford: Oxford University Press (1959), 1995.
- [8] Matsusaka, J. G.. Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities. *Journal of Business*, 2001, 74(3): 409-431.
- [9] 林南著,张文宏译.建构社会资本的网络理论.国外社会学, 2002(2):18-37.
- [10] 林南著,张磊译.社会资本——关于社会结构与行动的理论.上海:上海人民出版社, 2005.
- [11] 边燕杰.城市居民社会资本的来源及作用:网络观点与调查发现.中国社会科学, 2004(3):136-146.

战略管理

- [12] 刘林平. 企业的社会资本:概念反思和测量途径——兼评边燕杰、丘海雄的《企业的社会资本及其功效》. 社会学研究, 2006(2):204-216.
- [13] Adler, P., Kwon, S.. Social Capital: Prospects for a New Concept. *Academy of Management Review*, 2002, 27(1): 17-40.
- [14] Inkpen, A. C., Tsang, E. W. K.. *Social Capital, Networks, and Knowledge Transfer*. *Academy of Management Review*, 2005, 30(1): 146-165.
- [15] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度, 政府干预与企业债务期限. *经济研究*, 2005(5):52-63.
- [16] 孙铮, 李增泉, 王景斌. 所有权性质, 会计信息与债务契约. *管理世界*, 2006(10):100-107.
- [17] 罗党论, 甄丽明. 民营控制, 政治关系与企业融资约束. *金融研究*, 2008(12):164-178.
- [18] Allen, F., Qian, J., Qian, M.. Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [19] Zhang, Guibin. The Choice of Formal or Informal Finance: Evidence from Chengdu, China. *China Economic Review*, 2008, 19(4): 659-678.
- [20] Granovetter, M.. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*, 1985, 191(3): 481-510.
- [21] 巫景飞, 何大军, 林日韦, 王云. 高层管理者政治网络与企业多元化战略:社会资本视角——基于我国上市公司面板数据的实证分析. *管理世界*, 2008(8):107-118.
- [22] 孙俊华, 陈传明. 企业家社会资本与公司绩效关系研究——基于中国制造业上市公司的实证研究. *南开管理评论*, 2009(2):28-36.
- [23] 潘越, 戴亦一, 吴超鹏, 刘建亮. 社会资本, 政治关系与公司投资决策. *经济研究*, 2009(11):82-94.
- [24] 李敏才, 刘峰. 社会资本, 产权性质与上市资格——来自中小板 IPO 的实证证据. *管理世界*, 2012(11):110-123.
- [25] Montgomery, C. A.. Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectives*, 1994, 8(3): 163-178.
- [26] Maksimovic, V., Phillips, G.. The Markets for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains? *Journal of Finance*, 2002, 56(6): 2019-2065.
- [27] Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R.N.. Toward a Theory of Altruism in Family Firms. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18(4): 473-45.
- [28] Gomez-Mejia, L.R., Marianna, M., Martin, L. K.. Diversification Decisions in Family-controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 2010, 47(2): 223-252.
- [29] Coleman, J.. Social Capital in the Creation of Human Capital. *American Journal of Sociology*, 1988, 94(1): 95-120.
- [30] Portes, A.. Social Capital: Its Origins and Applications in Modern Sociology. *Annual Review of Sociology*, 1998, 24(1):1-24.
- [31] 王劲松, 史晋川, 李应春. 中国民营经济的产业结构演进——兼论民营经济与国有经济, 外资经济的竞争. *管理世界*, 2005(10):82-93.
- [32] 石印秀. 中国企业家成功的社会网络基础. *管理世界*, 1998(6):187-196.
- [33] 边燕杰, 丘海雄. 企业的社会资本及其功效. *中国社会科学*, 2000(2):87-99.
- [34] 沈艺峰, 刘微芳, 游家兴. 嵌入性:企业社会资本和企业融资结构——来自我国房地产上市公司的经验证据. *经济管理*, 2009(5):109-116.
- [35] 罗党论, 唐清泉:政治关系, 社会资本与政策资源获取, *世界经济*, 2009(7):84-96.
- [36] Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L.. The Role of Social Capital in Financial Development. *American Economic Review*, 2004, 94(3): 526-556.
- [37] Young, C., Tsai, L.. The Sensitivity of Compensation to Social Capital: Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family Business Groups. *Journal of Business Research*, 2008, 61(4): 363-374.
- [38] Khanna, T., Palepu, K.. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Economics. *Harvard Business Review*, 1997, 75(4): 41-51.
- [39] Fauver, L., Houston, J., Naranjo, A.. Capital Market Development, International Integration, Legal System, and the Value of Corporate Diversification: A Cross Country Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1): 135-157.
- [40] Lang, L. H. P., Stulz, R. M.. Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 1994, 102(6): 1248-1280.
- [41] Berger, P. G., Ofek, E.. Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37(1): 39-65.
- [42] Graham, J. R., Lemmon, M. L., Wolf, J.. Does Corporate Diversification Destroy Value? *Journal of Finance*, 2002, 57(2): 695-720.
- [43] Villalonga, B.. Does Diversification Cause the "Diversification Discount"? *Financial Management*, 2004, 33(2): 5-27.
- [44] 姚俊, 吕源, 蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究. *管理世界*, 2004(11):119-125.
- [45] 张翼, 刘巍, 龚六堂. 中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究. *金融研究*, 2005(9): 122-136.
- [46] 洪道麟, 熊德华. 中国上市公司多元化与企业绩效分析——基于内生性的考察. *金融研究*, 2005(11):33-43.
- [47] Li, M., Wong, Y.. Diversification and Economic Performance: An Empirical Assessment of Chinese Firms. *Asia Pacific Journal of Management*, 2003, 20(2): 243-265.
- [48] 苏冬蔚. 多元化经营与企业价值:我国上市公司多元化溢价的实证分析. *经济学季刊*, 第4卷增刊:135-157.
- [49] 李捷瑜, 江舒韵. 市场价值, 生产效率与上市公司多元化经营:理论与证据. *经济学季刊*, 2009, 8(3):1047-1064.
- [50] 游家兴, 刘淳. 嵌入性视角下的企业家社会资本与权益资本成本——来自我国民营上市公司的经验证据. *中国工业经济*, 2011(6):109-119.
- [51] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化

- 相对进程年度报告. 北京: 经济科学出版社, 2011
- [52] Anderson, R. C., Reeb, D. M.. Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 50. *Journal of Finance*, 2003, 58(3): 1301-1328.
- [53] Aggarwal, R., Samwick, A.. Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered. *Journal of Finance*, 2003, 58(1): 171-188.
- [54] 石军伟, 胡立君, 付海艳. 企业社会资本的功绩结构: 基于中国上市公司的实证研究. *中国工业经济*, 2007(2): 84-93.
- [55] Campa, J. M., Kedia, S.. Explaining the Diversification Discount. *Journal of Finance*, 2002, 57(4): 1731-1762.
- [56] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 控股股东的性质与公司经营绩效. *世界经济*, 2006(10): 78-89.

注释

- ① 资源依赖理论是管理学针对企业多元化扩张现象专门提出的理论解释; 而企业能力匹配理论是以企业能力为基础来分析公司的战略安排。由于公司所实施的战略很多, 多元化经营只是其中的一部分, 因此从这个角度上看, 企业能力匹配理论的研究着眼点更加宽泛。就本研究而言, 我们运用前者解释公司多元扩张的成因, 运用后者解释公司多元化实施的后果。但需要指出的是, 这两个理论并不是对立的, 它们是相容且在某种程度上甚至是相通的。
- ② Villalonga^[43] 指出, 除了企业特征之外, 多元化战略还可能受到宏观经济形势和行业特征的影响。因此, 本文选择固定时期效应模型来控制宏观经济形势对公司多元化程度的影响。此外, 我们通过 STATA10.0 对回归方程 (1) - (3) 是否采用随机效应模型还是固定效应模型进行 Hausman 检验。结果表明, 卡方检验统计量都超过 10, 相应的 P 值都在 0.05 以内, 从而拒绝采用原假设 (原假设是: 模型为随机效应模型)。因此, 本文采用固定效应模型对上述回归方程进行实证检验。
- ③ 法律制度环境的改善也会表现为政府干预行为的不断退出以及市场调节机制的逐步加强。在稳健性检验中 (未在文中报告), 我们采用了市场化总指数进行分析, 实证结果没有发生实质性变化。
- ④ 我们根据证监会发布的《上市公司行业分类指引》对行业进行分类。考虑到工业类企业行业内差异较为明显并且样本数量较多, 我们按二级代码分类; 对于其他行业, 我们则按一级代码分类。
- ⑤ 洪道麟等^[46] 的研究也同样发现, 当控制内生性因素之后, 多元化对公司业绩的损害程度会进一步放大。
- ⑥ 需要指出的是, 由于我国股票市场信息效率较低, 庄家参与和市场操纵现象较为严重, 使得基于市场表现的代理变量噪音成分很大, 采用托宾 Q 来衡量公司业绩同样存在局限性 (徐莉萍等)^[56]。
- ⑦ 我们检查了本文所搜集的企业家背景资料, 没有发现从市委书记、市长或局长岗位上下海经商成为民营企业家的样本。因此, 单就本文研究而言, 按照行政隶属关系设置权重来评判社会资本不会产生很大的偏差。这一点与本文研究对象仅

限于民营企业有着密切关系。但是, 如果把本文的评价指标体系扩展至国有企业则要谨慎。这是因为, 与民营企业不同的是, 国有企业经常出现“仕而优则商”。

作者简介 游家兴, 厦门大学管理学院财务学系副教授、博士, 研究方向为公司财务与资本市场研究; 邹雨菲, 厦门大学经济学院统计系硕士研究生, 研究方向为经济统计与数量分析

Social Capital, Diversification Strategy and Firm Performance: Based on the Perspective of the Entrepreneur's Embedded Network

You Jiaying¹, Zou Yufei²

1. School of Management, Xiamen University; 2. School of Economics, Xiamen University

Abstract This article investigates the economic consequences of social capital owned by entrepreneurs on diversification strategy and firm performance. We set up the composite index to capture the entrepreneurs' social capital from three dimensions including network relationship, network status and network reputation. Using the sample of the private listed firms from 2005 to 2010 in China, we find that the social capital owned by the entrepreneur plays a positive role in the diversification strategy. In the areas where the legal system construction is poor, this positive effect will be strengthened. The further evidence shows that although the diversification strategy may destroy firm performance, the entrepreneurs' social capital can make firm capability to match their diversification strategy to a higher degree and decrease this negative effect from the diversification. Our findings contribute to the literature in several ways. First, we try to introduce the concept of social capital to explain the cause and consequence of the diversification. And we explore whether the entrepreneurs' social capital plays a part in the relationship between the diversification strategy and firm performance. It also takes a step toward reconciling the mixed evidence for the effects of diversification strategy on firm performance by demonstrating a sharp difference between firms under different social capital owned by their entrepreneurs. Second, we provide evidence to the ongoing debate on the exact role of entrepreneurs' social network in China, which helps us to know the important role of informal rules on the growth path of the transitional economies' private firms. Third, this study offers insights to policy makers who are interested in improving corporate performance in transitional economies such as China, where CEOs have rich social connections. It also provides a deep perspective for the boards in private firms, allowing them to deal with the relationship between the entrepreneurs' social network and the diversification strategy in a healthy way.

Key Words Social Capital of the Entrepreneur; Diversification Strategy; Firm Performance